

CitiMonthly

Złoty okres na rynku pracy

- Od czterech lat bezrobocie nieprzerwanie spada i nic nie zapowiada odwrócenia tego trendu, przynajmniej w bliskiej przyszłości. Dane o zatrudnieniu pokazują, że przyrost nowych etatów jest najbardziej widoczny w handlu, jednak podobne tendencje są widoczne również w innych sektorach.
- Silny popyt na pracę natrafia jednak na barierę po stronie podaży. Przy niskim bezrobociu trudno zaspokoić popyt na pracowników, tym bardziej, że w najbliższych latach rynek pracy opuści więcej uczestników niż na niego wejdzie.
- W krótkim okresie rosnący popyt na pracę będzie przyczyniał się do wzrostu wynagrodzeń. Już obecnie płace rosną w tempie około 6% r/r, podczas gdy nasze prognozy zakładają, że w przyszłym roku wzrost może przekroczyć 7%.
- Relatywnie słaby wzrost wydajności oraz spadek liczby osób w wieku produkcyjnym sugerują, że z czasem wzrost gospodarczy będzie wyhamowywać. Spodziewamy się, że w przyszłym roku PKB może rosnąć w tempie 3,5%, o ile inwestycje w końcu przyspieszą zgodnie z naszymi prognozami.
- Nieco słabszy wzrost gospodarczy nie powinien zatrzymać trendu inflacyjnego. W horyzoncie najbliższych 2-3 miesięcy inflacja spadnie pod wpływem efektów statystycznych, jednak w przyszłym roku powinna być już wyraźnie wyższa, sięgając nawet 3%.
- W krótkim okresie Rada Polityki Pieniężnej będzie podtrzymywać swoją łagodną retorykę. Tak długo, jak inflacja pozostaje poniżej celu, nie należy spodziewać się zacieśnienia polityki pieniężnej. Nasze prognozy inflacyjne sugerują jednak, że cykl podwyżek stóp może rozpocząć się w II połowie przyszłego roku, najprawdopodobniej około września 2018 r.

Piotr Kalisz, CFA

+48-22-692-9633

piotr.kalisz@citi.com

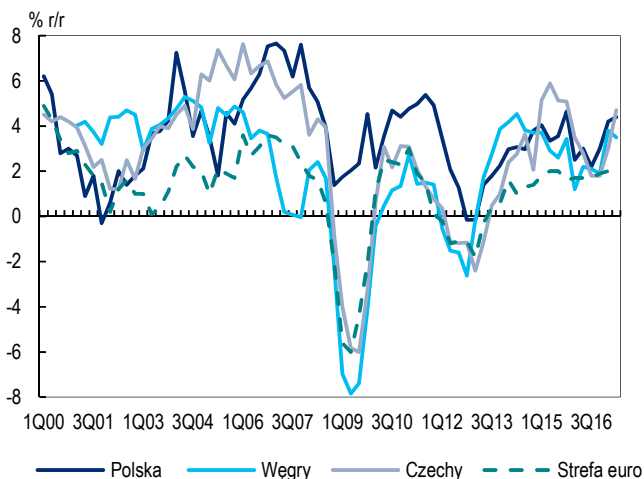
Cezary Chrapek

+48-22-692-9421

cezary.chrapek@citi.com

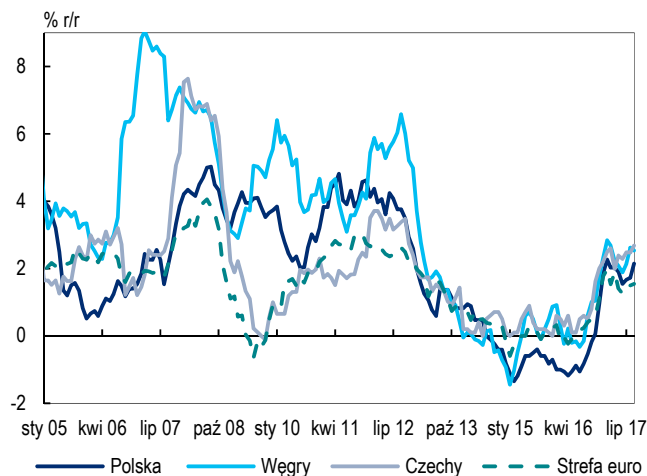
Przegląd Makroekonomiczny

Wykres 1. Wzrost gospodarczy (% r/r)



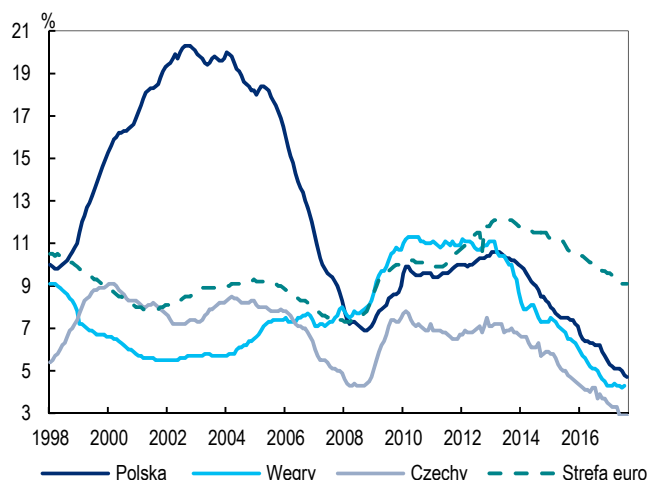
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 2. Inflacja HICP (% r/r)



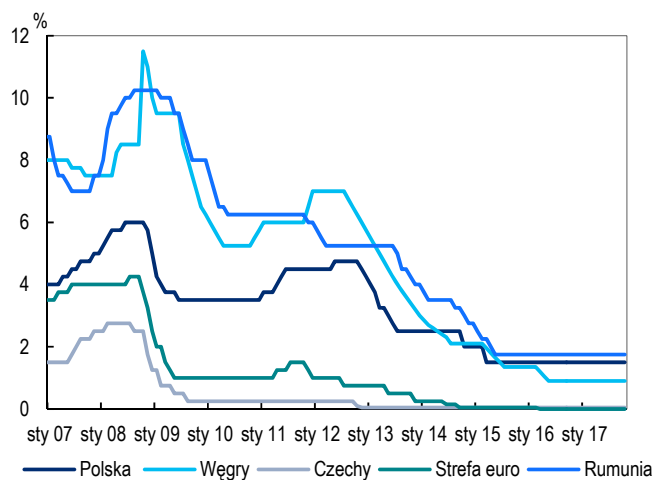
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 3. Stopa bezrobocia (%)



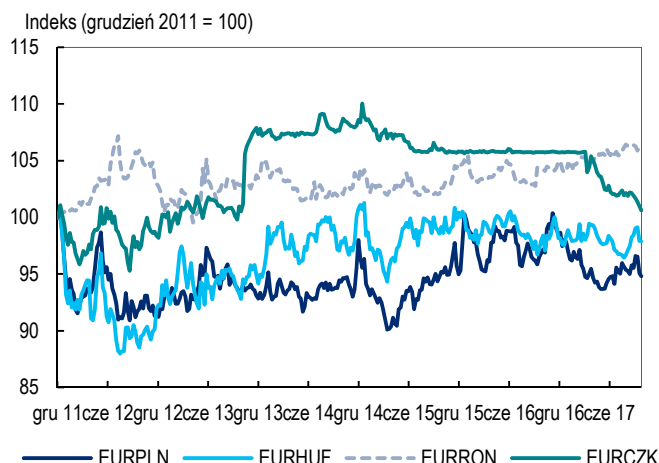
Źródło: Eurostat, Citi Handlowy.

Wykres 4. Stopy procentowe banków centralnych



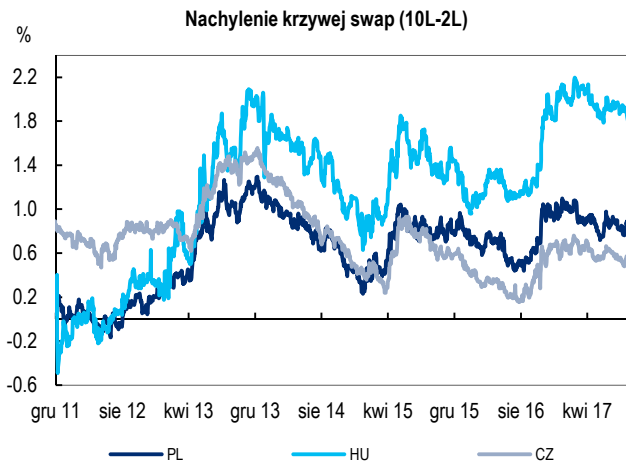
Źródło: Bloomberg, Reuters, Citi Handlowy

Wykres 5. Kursy walut krajów Europy Środkowej



Źródło: Reuters, Citi Handlowy.

Wykres 6. Nachylenie krzywej swap (10 lat - 2 lata)



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Gospodarka w skrócie

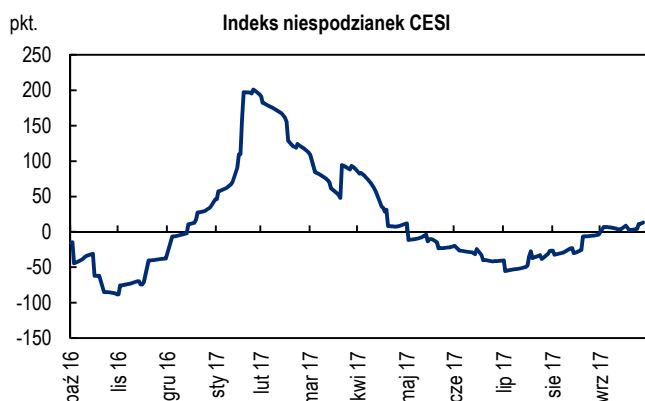
Na ścieżce wzrostowej

- Wzrost gospodarczy prawdopodobnie osiągnął 4,5% w III kwartale, a w kolejnych kwartałach może wyhamować.
- Środowisko proinflacyjne w końcu doprowadzi do podwyżek stóp procentowych, ale dopiero w II połowie 2018 r. Zanim do tego dojdzie RPP zapewne będzie podtrzymywała swoją gołębią retorykę.
- Silny wzrost i napływ funduszy unijnych powinny wspierać złotego.

W oczekiwaniu na inwestycje

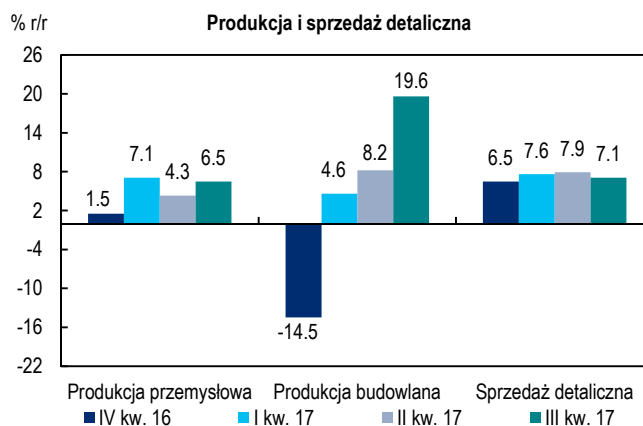
Kolejny miesiąc publikacji nie przyniósł istotnych zmian w naszym spojrzeniu na gospodarkę. Co prawda produkcja przemysłowa oraz budowlana okazały się niższe od prognoz, jednak niespodzianka była na tyle niewielka, że można ją rzucić na karb naturalnej zmienności danych. Nasz indeks niespodzianek gospodarczych, który podsumowuje w postaci jednej liczby różnicę między publikowanymi danymi a oczekiwaniami, wciąż powoli pnie się w górę, sugerując, że większość danych z ostatnich tygodni pozytywnie zaskakiwała (wykres 7). Innymi słowy gospodarka wciąż rośnie w szybkim tempie. Spoglądając na uśrednione wzrosty za ostatnie trzy miesiące, trzeci kwartał przyniósł bardzo wyraźną poprawę w budownictwie i utrzymanie dotychczasowych trendów w przemyśle (wykres 8). Z kolei sprzedaż detaliczna nieznacznie wyhamowała, choć wciąż były to dynamiczne wzrosty. Silne odbicie w budownictwie z naddatkiem kompensuje spowolnienie sprzedaży, a według naszych szacunków w całym III kwartale wzrost gospodarczy mógł sięgnąć około 4,5% r/r i być najlepszym wynikiem w tym cyklu gospodarczym.

Wykres 7. Pomimo słabszych danych o produkcji, skumulowane dane z ostatnich tygodni były przeciętnie lepsze od prognoz



Źródło: Citi Research, Bloomberg

Wykres 8. Trzeci kwartał był wyjątkowo dobry pod względem wzrostów produkcji budowlanej

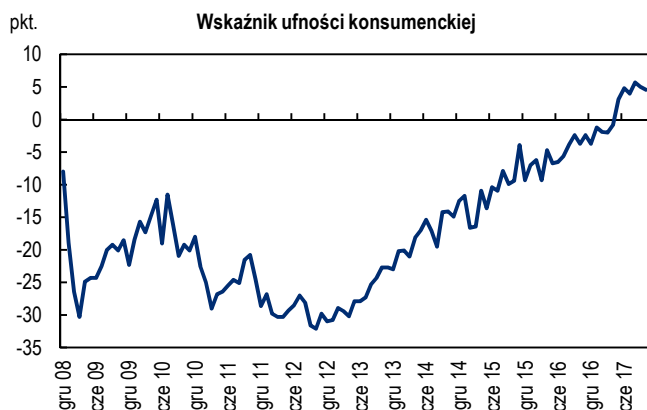


Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS

W kolejnych kwartałach spodziewamy się dalszego osłabienia wzrostu sprzedaży detalicznej i konsumpcji, przede wszystkim z powodu wygasania

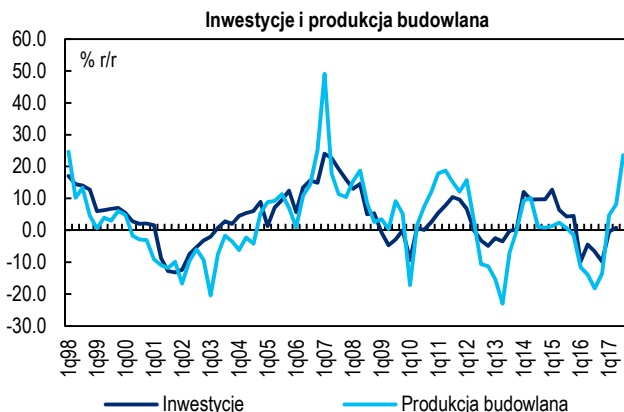
„efektu 500+”. Program 500+ został co prawda uruchomiony w II kwartale 2016 r., ale jego efekty w postaci zwiększonej konsumpcji uwidoczniły się na większą skalę dopiero pod koniec ubiegłego roku. Dlatego dane roczne – które będą porównywać II połowę 2017 r. z analogicznym okresem 2016 r. – pokażą już słabszą niż dotychczas dynamikę spożycia. Niemniej dzięki wzrostowi funduszu płac oraz poprawie nastrojów konsumentów do rekordowych poziomów (wykres 9), wydatki gospodarstw domowych zapewne będą wciąż relatywnie szybko rosnąć, a konsumpcja pozostanie istotnym motorem PKB.

Wykres 9. Nastroje konsumentów pozostają na rekordowo wysokich poziomach



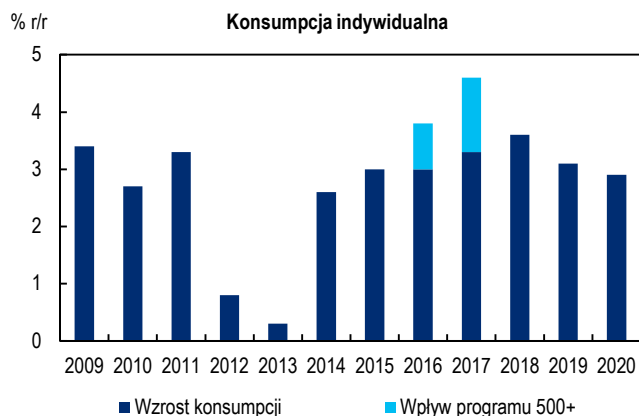
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 11. Odbicie produkcji budowlanej zapowiada wzrost inwestycji, choć w przeszłości związek powyższych danych był zmienny



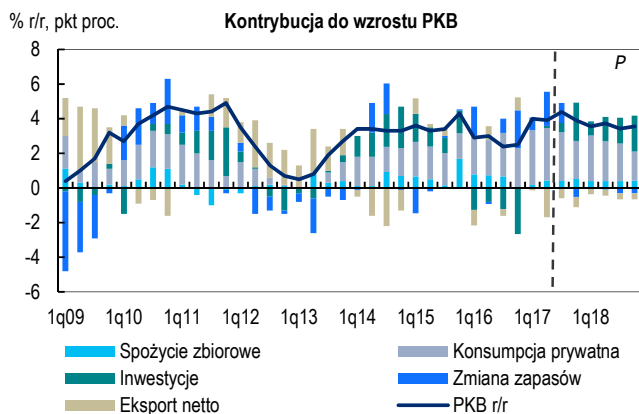
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 10. Konsumpcja wyhamuje pod wpływem czynników statystycznych - wygasania wpływu programu 500+



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane GUS oraz MF.

Wykres 12. Przy słabszej konsumpcji wzrost w 2018 roku może wyhamować do około 3,5%



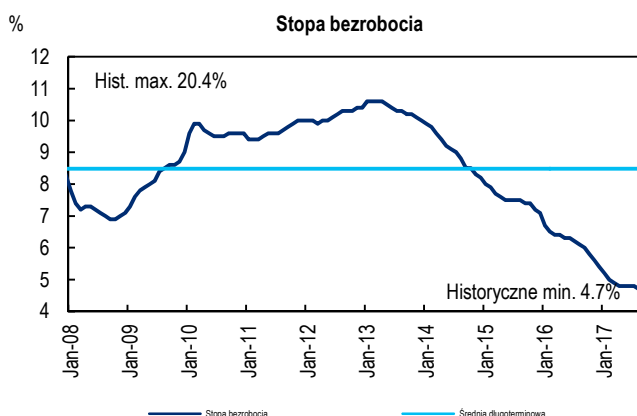
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Dynamiczne odbicie w budownictwie może sugerować, że większe projekty inwestycyjne w końcu ruszają. Między innymi z tego powodu oczekujemy, że w III kwartale inwestycje wzrosły o około 3% r/r. Niemniej w przeszłości związek produkcji budowlanej ze wzrostem inwestycji czasami pozostawał dosyć luźny, a rzeczywiste dane potrafiły mocno zaskakiwać. Niewątpliwie ostatnie dane o inwestycjach rozczarowały i jeżeli najnowsze dane nie przyniosą przełomu w tym zakresie, trudno będzie utrzymać wysokie tempo wzrostu gospodarczego w 2018 roku. Nasz podstawowy scenariusz zakłada wzrost PKB w przyszłym roku o 3,5% (z szansą na nieco lepszy wynik), jednak bez wyraźnego ożywienia w inwestycjach wzrost co najwyżej mógłby lekko przekroczyć 3%.

Bum na rynku pracy trwa

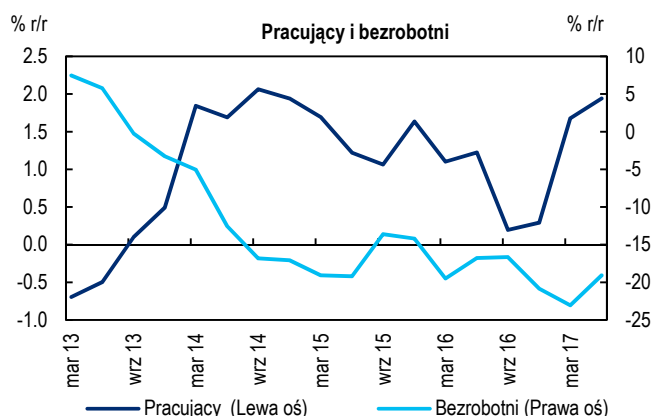
Coraz częściej uwaga uczestników rynku zwraca się w kierunku rynku pracy. Bezrobocie od czterech lat pozostaje w trendzie spadkowym i z każdym kwartałem bije kolejne rekordy. Obecnie stopa bezrobocia oparta na badaniach ankietowych wynosi 4,7% (po oczyszczeniu z sezonowości), a stopa bezrobocia rejestrowanego 6,8%. Szybszy od prognoz wzrost gospodarczy przyczynił się do dynamicznego wzrostu popytu na pracę. Liczba pracujących w badaniu BAEL wzrosła w II kwartale o 1,9%, a zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło we wrześniu o 4,5%. Różnica między powyższymi statystykami jest prawdopodobnie związana z rosnącą popularnością umów o pracę i spadającą popularnością umów cywilnoprawnych (te ostatnie są już uwzględnione w danych BAEL).

Wykres 13. Trend spadkowy bezrobocia lekko wyhamował, ale się jeszcze nie skończył



Źródło: Eurostat, Citi Handlowy

Wykres 14. Szybszy wzrost liczby pracujących przy dynamicznym spadku liczby bezrobotnych



Źródło: GUS, Citi Handlowy

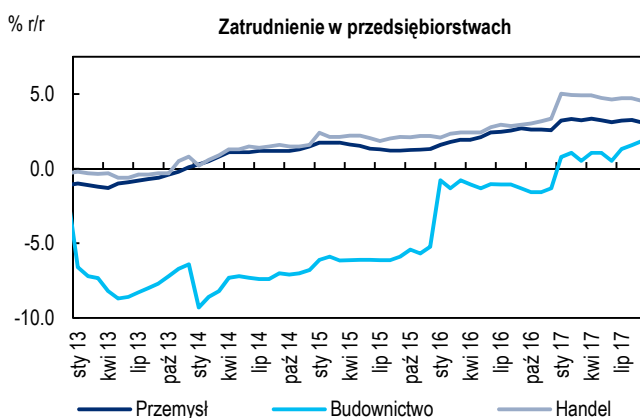
Wzrosty zatrudnienia są powszechne, dotyczą wszystkich szeroko zdefiniowanych sektorów. Jak pokazuje wykres 15 najszybciej przybywa etatów w handlu i usługach, co nie powinno dziwić biorąc pod uwagę wzrost popytu konsumpcyjnego i relatywnie wysoką pracochłonność usług, szczególnie w porównaniu z przetwórstwem. Ponadto poprawę widać również w budownictwie, gdzie zatrudnienie w końcu zaczyna szybko rosnąć. Biorąc pod uwagę przewidywane przyspieszenie inwestycji infrastrukturalnych można oczekiwać, że popyt na pracowników w budownictwie jeszcze wzrośnie, a problemy ze znalezieniem pracowników jeszcze się nasilą.

Rynek pracy przeszkodą dla wzrostu?

Od dłuższego czasu sygnalizowaliśmy, że sytuacja na rynku pracy może stać się poważnym ograniczeniem dla zwiększenia produkcji. Najnowsze dane wydają się to potwierdzać. Badania Komisji Europejskiej pokazują, że trudności ze znalezieniem pracowników coraz częściej są wskazywane przez firmy jako istotna bariera rozwoju (wykres 16). Może to być jeden z powodów – oprócz niskich inwestycji – wyjaśniających uporczywie słaby wzrost wydajności pracy. W ciągu ostatnich pięciu lat wydajność pracy rośnie przeciętnie o 1,7% r/r, a więc zauważalnie wolniej niż 3% w ciągu poprzednich pięciu lat. Naszym zdaniem niski wzrost wydajności to nie zjawisko przypadkowe. W sytuacji gdy gospodarka operuje w stanie niemal

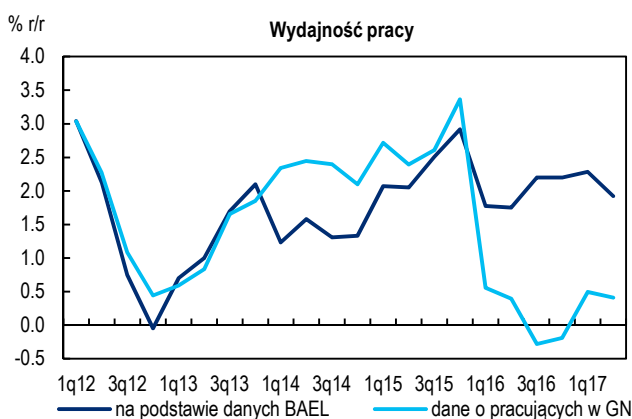
pełnego wykorzystania mocy produkcyjnych, a liczba osób bezrobotnych jest na rekordowo niskim poziomie, trudno jest o zatrudnienie najbardziej wydajnych pracowników (najbardziej wydajni już zapewne pracują). Ponadto, w ostatnich latach wzrost aktywności zawodowej w Polsce był w znacznym stopniu związany z rosnącą aktywnością osób starszych, głównie dzięki wzrostowi wieku emerytalnego, który spowodował, że kobiety w wieku powyżej 60 lat oraz mężczyźni powyżej 65 lat nie opuszczali rynku pracy (wykres 19). Niemniej można przypuszczać, że grupa pracowników w wieku okołoemerytalnym (podobnie jak i najmłodszych) charakteryzuje się mniejszą wydajnością niż pozostałe grupy wiekowe.

Wykres 15. Zatrudnienie rośnie we wszystkich głównych sektorach sektora przedsiębiorstw



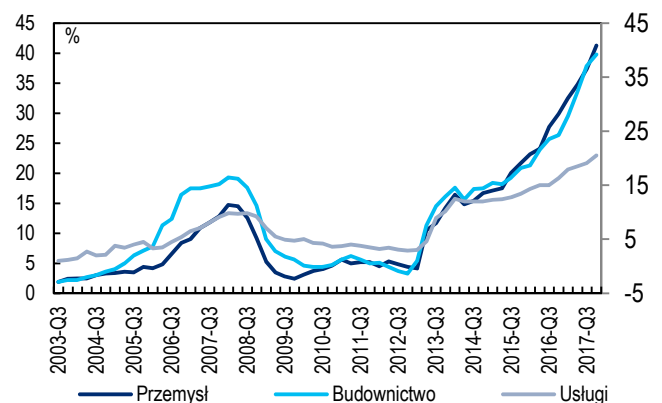
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 17. Niski wzrost wydajności pracy – niezależnie od sposobu jej liczenia – będzie ograniczał możliwość dynamicznego wzrostu PKB



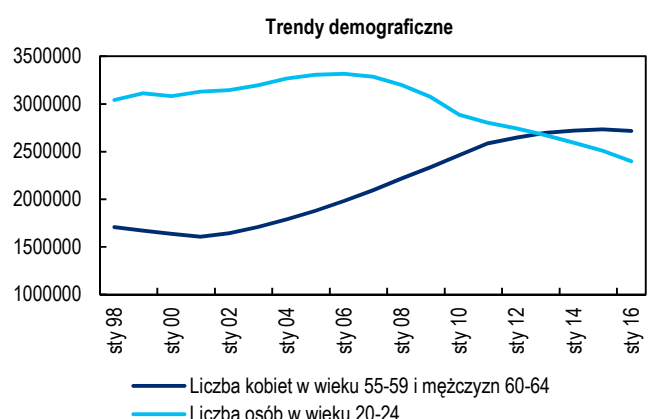
Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS oraz SpotData

Wykres 16. Rynek pracy staje się barierą dla rosnącej liczby firm



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 18. W najbliższych latach liczba osób wchodzących na rynek pracy nie wystarczy aby zrekompensować odejścia z rynku

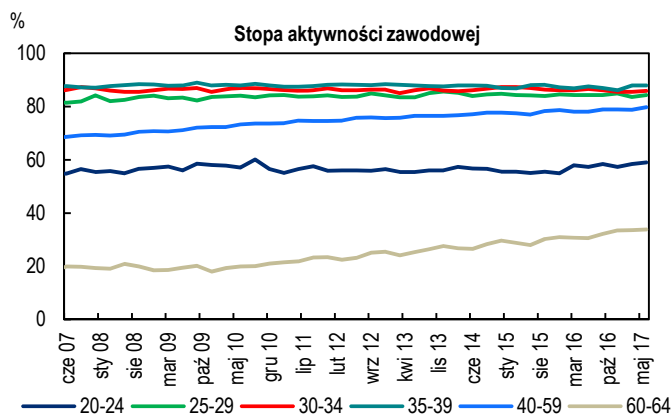


Źródło: SpotData, Citi Handlowy

Trendy demograficzne negatywnie wpłyną na podaż pracy w kolejnych latach. Starzenie się społeczeństwa oznacza, że liczba osób w wieku 20-24, a więc osób wchodzących lub mających wkrótce wejść na rynek pracy, systematycznie spada. Jednocześnie liczba osób w wieku przedemerytalnym rośnie. Jak pokazuje wykres 18, obie linie się już przecięły, co oznacza, że w ciągu pięciu lat więcej osób opuści rynek pracy niż na niego wejdzie. Paradoksalnie może to lekko poprawić dynamikę wydajności (lustrzane odbicie efektu, który nastąpił po podwyższeniu wieku emerytalnego), niemniej wpływ na dynamikę PKB będzie negatywny. Już

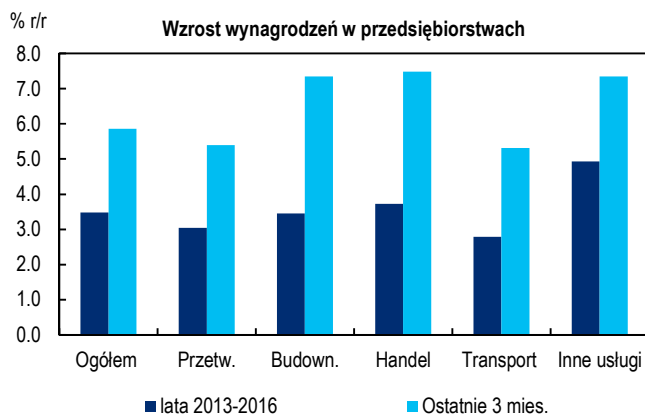
teraz potencjalne tempo wzrostu gospodarki to około 3%. Oznacza to, że obecne bardzo wysokie tempo wzrostu gospodarczego, oscylujące powyżej 4%, jest nie do utrzymania w dłuższym okresie i już w przyszłym roku zapewne wyraźnie się obniży.

Wykres 19. Aktywność zawodowa rosła głównie w grupie osób 60-64 lata oraz osób 40-59



Źródło: SpotData, Citi Handlowy

Wykres 21. Płace rosną szczególnie szybko w handlu, budownictwie i pozostałych usługach



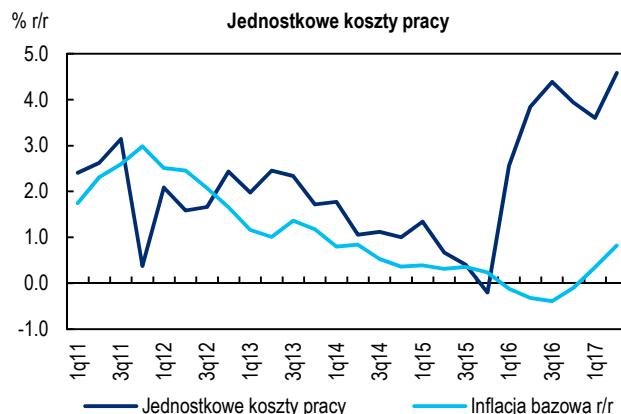
Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 20. Od początku roku wzrost wynagrodzeń nabiera tempa



Źródło: GUS, Citi Handlowy

Wykres 22. Jednostkowe koszty pracy rosną szybciej, sygnalizując dalsze wzrosty inflacji



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS

W krótkim okresie napięcia na rynku pracy będą objawiać się narastaniem presji płacowej. Tylko w ten sposób firmy mogą zmobilizować nieaktywnych zawodowo pracowników do wejścia na rynek pracy lub przyciągnąć osoby pracujące u konkurencji. Jak pokazuje wykres 20 dynamika wynagrodzeń zaczęła wyraźniej rosnąć już na początku roku i trend ten nie jest ograniczony tylko do jednego sektora. Biorąc pod uwagę bilans popytu i podaży na pracę, trend ten zapewne będzie kontynuowany. Można przypuszczać, że powyższa sytuacja będzie skłaniać firmy w inwestycje w technologie, które ograniczą zapotrzebowanie na pracowników. Niemniej proces ten będzie długotrwały, a bazując na wciąż rozzaczarujących danych o inwestycjach, wydaje się, że nie nabral on jeszcze rozpędu.

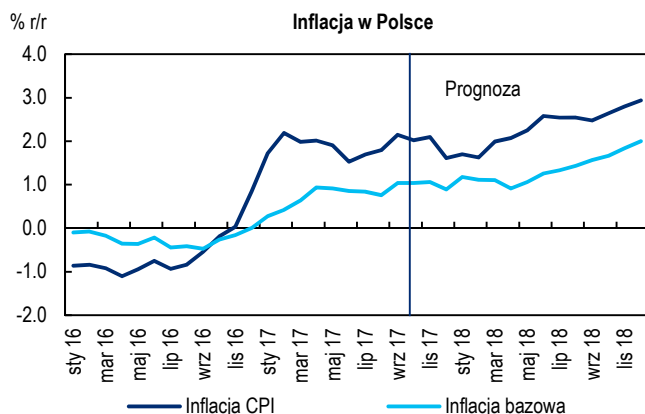
Prognozujemy, że w przyszłym roku wynagrodzenia będą rosły w szybszym tempie niż obecnie, prawdopodobnie o ponad 7% r/r. Byłyby to wzrosty znacznie wolniejsze niż w latach 2007-2008, a więc na szczycie

poprzedniego istotnego boomu na rynku pracy. Niemniej wówczas inflacja była również znacznie wyższa niż obecnie, a różnice w dynamice realnych wynagrodzeń wydają się znacznie mniejsze.

Inflacja i stopy procentowe w górę

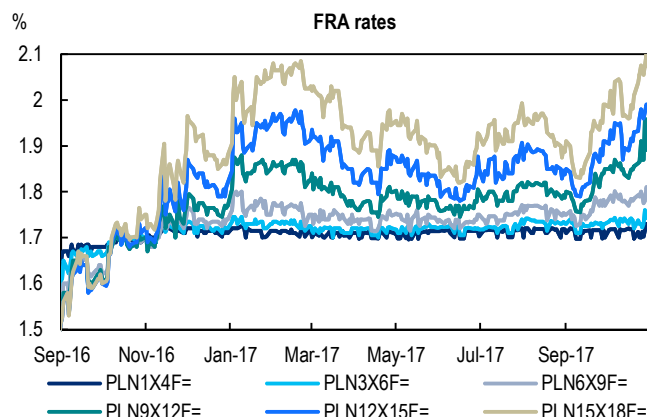
Napięta sytuacja na rynku pracy oraz silny wzrost popytu krajowego stwarzają warunki do wzrostu inflacji. We wrześniu inflacja wzrosła do 2,2%, a więc niemal osiągnęła cel RPP na poziomie 2,5%. Nasze prognozy pokazują, że indeks CPI powinien obniżyć się w kolejnych 2-3 miesiącach, głównie pod wpływem efektu wysokiej bazy. Niemniej od początku 2018 roku inflacja najprawdopodobniej ponownie zacznie rosnąć i może do końca roku osiągnąć 3% r/r. Jednostkowe koszty pracy, obliczane jako dynamika płac skorygowana o wzrost wydajności, rosną obecnie o około 4,6% r/r (na podstawie danych BAEL za II kwartał), a w przyszłym roku mogą jeszcze przyspieszyć. Sytuacja w strefie euro również sprzyja wzrostowi CPI w kraju. Po raz pierwszy od dziesięciu lat kraje strefy euro pokazują oznaki szybkiego wzrostu, co zmniejsza ryzyko importowanej do Polski deflacji, a więc eliminuje jeden z najważniejszych czynników obniżających w przeszłości CPI w kraju.

Wykres 23. Oczekujemy wzrostu inflacji do około 3% oraz inflacji bazowej do około 2% w 2018 r.



Źródło: Szacunki Citi Handlowy na podstawie danych GUS oraz NBP

Wykres 24. Stawki FRA rosną wyraźnie od początku września



Źródło: Szacunki Citi Handlowy, dane Reuters

Z punktu widzenia Rady Polityki Pieniężnej sytuacja jak na razie wydaje się komfortowa. Wysoki wzrost oraz inflacja lekko poniżej celu nie zmuszają do szybkich podwyżek stóp procentowych. Wydzwięk komunikatu RPP po ostatnim posiedzeniu wydaje się to potwierdzać – władze monetarne podtrzymały swój łagodny ton, a szef banku centralnego ponownie zasygnalizował, że chciałby utrzymania stóp procentowych bez zmian do końca 2018 roku. Nasze prognozy wskazują na szybszy wzrost CPI niż założono w projekcji banku centralnego, co powinno otworzyć furtkę do zmian w polityce pieniężnej, choć jeszcze nie w najbliższych miesiącach. Jeżeli inflacja rzeczywiście przekroczy poziom celu RPP w połowie roku, do pierwszej podwyżki stóp mogłoby dojść we wrześniu przyszłego roku, a do kolejnej w listopadzie 2018 r. Tym samym nasz scenariusz zakłada nieco większe zacieśnienie polityki pieniężnej niż wycenia rynek finansowy. Niemniej zanim do tego dojdzie, w krótkim okresie spodziewamy się podtrzymania łagodnej retoryki NBP.

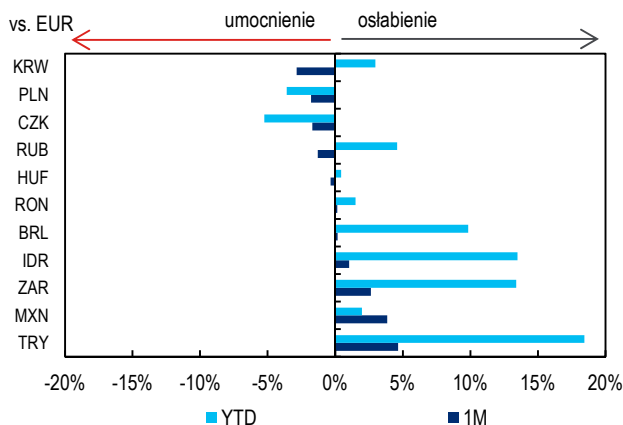
Rynek walutowy

W ciągu ostatniego miesiąca złoty wyraźnie umocnił się wobec euro, a kurs EUR/PLN spadł z 4,31 do 4,24.

Historycznie trend kursu EUR/PLN był zazwyczaj powiązany z siłą wzrostu gospodarczego. Biorąc pod uwagę wysoką dynamikę PKB w Polsce spodziewamy się, że złoty może zyskiwać na wartości w kolejnych kwartałach. Tym bardziej, że spodziewane uruchomienie funduszy unijnych doprowadzi do większego napływu kapitału do kraju, kompensując negatywny wpływ rosnącego deficytu w rachunku obrotów bieżących.

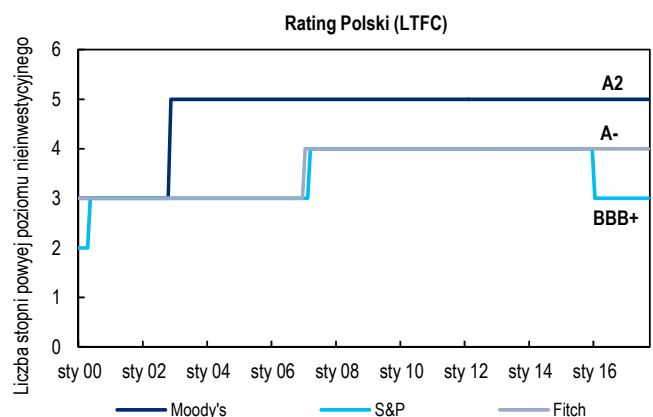
W ciągu ostatniego miesiąca swój komunikat opublikowała agencja S&P, jedyna agencja, która w 2016 roku obniżyła rating Polski. Tym razem rating pozostał bez zmian, a ton komunikatu sugeruje, że agencja S&P pozytywniej ocenia sytuację w kraju. Również wcześniejsze komunikaty innych agencji wskazują, że w najbliższym czasie nie należy spodziewać się negatywnych zmian w ratingach.

Wykres 25. Złoty jest jedną z lepiej zachowujących się walut gospodarek wschodzących wobec euro



Źródło: Reuters, Citi Handlowy

Wykres 26. Agencja S&P podtrzymała rating bez zmian



Źródło: Bloomberg, Citi Handlowy

Spoglądając na otoczenie zewnętrzne, w krótkim okresie nie spodziewamy się zmian istotnych dla złotego. Fed kontynuuje zacieśnianie polityki pieniężnej, jednak ścieżka wydaje się zgodna z wcześniejszymi przewidywaniami. Z kolei EBC zapowiedział wydłużenie programu zakupu aktywów (QE) o kolejne dziewięć miesięcy, w każdym planuje kupować aktywa za 30 mld euro. Decyzja ta była zbliżona do oczekiwań rynkowych, a jeżeli była jakaś niespodzianka to po stronie „gołębiej”, a więc pozytywnej dla złotego. Biorąc pod uwagę te wszystkie czynniki spodziewamy się, że złoty będzie powoli zyskiwał na wartości i pod koniec przyszłego roku EUR/PLN obniży się do 4,13.

Wybrane Dane Makroekonomiczne i Rynkowe

Tabela 1. Polska - Wybrane dane makroekonomiczne i rynkowe

	2016					2017							
	IX	X	XI	XII	I	II	III	IV	V	VI	VII	VIII	IX
Strefa Realna													
Produkcja przemysłowa (% r/r)	3.2	-1.3	3.2	2.2	9.0	1.1	11.1	-0.6	9.1	4.5	6.3	8.8	4.3
Produkcja przemysłowa (% m/m)	10.4	-2.5	1.8	-4.5	-1.9	-1.0	17.6	-13.3	5.5	2.7	-8.5	5.9	6.0
Przetwórstwo przemysłowe (% r/r)	4.1	-0.4	4.1	3.5	10.2	1.4	12.7	-0.8	9.6	5.0	6.9	8.6	5.8
Prod. budowlano-montażowa (% r/r)	-15.3	-20.1	-12.8	-8.0	2.1	-5.3	17.2	4.4	8.5	11.6	19.8	23.5	15.5
Sprzedaż detaliczna (% r/r)	4.8	3.7	6.6	6.4	11.4	7.3	9.7	12.1	8.4	6.0	7.1	7.6	8.6
Stopa bezrobocia (%)	8.3	8.2	8.2	8.3	8.6	8.5	8.1	7.7	7.4	7.1	7.1	7.0	6.8
Zatrudnienie - przeds. (% r/r)	3.2	3.0	3.1	3.1	4.5	4.6	4.5	4.6	4.5	4.3	4.5	4.6	4.5
Ceny													
Inflacja (% r/r)	-0.5	-0.2	0.0	0.8	1.7	2.2	2.0	2.0	1.9	1.5	1.7	1.8	2.2
Inflacja (% m/m)	0.0	0.5	0.1	0.7	0.4	0.3	-0.1	0.3	0.0	-0.2	-0.2	-0.1	0.4
Wskaźnik cen producentów (% r/r)	0.2	0.6	1.8	3.2	4.0	4.5	4.7	4.3	2.5	1.8	2.2	3.0	3.1
Wskaźnik cen producentów (% m/m)	0.3	0.5	1.2	1.2	0.3	0.1	-0.1	-0.2	-0.5	-0.4	0.3	0.4	0.4
Płace - sektor przedsiębiorstw (% r/r)	3.9	3.6	4.0	2.7	4.3	4.0	5.2	4.1	5.4	6.0	4.9	6.6	6.0
Przepływy zagraniczne													
Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	-874	-14	-97	-106	2,548	-514	-405	459	-297	-1,114	-491	-100	-
Saldo obrotów bieżących (%PKB)	-0.5	-0.4	-0.4	-0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	-0.4	-0.2	-
Saldo obr. towarowych (mln EUR)	67	187	239	48	477	-169	330	524	8	-124	-241	298	-
Eksport f.o.b. (mln EUR)	15619	15523	15889	14920	15256	15368	18487	15688	16711	16466	15235	15682	-
Eksport (% r/r)	3.5	-1.0	4.3	9.0	15.1	6.4	19.7	2.5	18.5	6.5	12.4	12.3	-
Import f.o.b. (mln EUR)	15552	15336	15650	14872	14779	15537	18157	15164	16703	16590	15476	15384	-
Import (% r/r)	3.5	1.3	5.2	9.8	16.0	10.5	19.8	3.8	20.4	13.0	12.8	7.6	-
Strefa monetarna*													
Podaż pieniądza M3 (% r/r)	9.7	8.7	9.7	9.5	8.5	8.2	7.8	6.7	6.3	5.0	5.0	5.5	5.4
Depozyty gospod. domowych (% r/r)	9.3	9.2	10.0	9.1	8.0	8.1	7.7	7.1	6.2	5.3	4.8	5.1	5.0
Depozyty przedsiębiorstw (% r/r)	8.3	6.8	7.3	7.9	8.0	6.5	6.9	3.1	3.9	1.3	2.7	3.3	2.7
Kredyty dla gosp. domowych (% r/r)	4.8	4.6	5.3	5.1	4.2	4.3	4.4	3.3	3.4	3.1	2.9	3.0	3.3
Kredyty przedsiębiorstw (% r/r)	5.1	5.0	5.6	5.6	2.1	3.8	5.2	5.3	5.3	6.1	5.9	6.6	5.8
Rynki finansowe													
Stopa referencyjna (koniec mies.)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50
WIBOR 3M (średnio)	1.71	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
WIBOR 3M (koniec okresu)	1.71	1.72	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73	1.73
Bony 52 tyg. (koniec mies.)	1.57	1.58	1.55	1.46	1.71	1.68	1.59	1.56	1.57	1.61	1.56	1.41	1.50
Obligacje 2-letnie (koniec mies.)	1.77	1.81	1.96	2.04	2.19	2.22	2.00	1.99	1.92	1.91	1.84	1.72	1.76
Obligacje 5-letnie (koniec mies.)	2.35	2.51	2.87	2.89	3.17	3.13	2.92	2.90	2.66	2.65	2.73	2.62	2.70
EUR/PLN (koniec okresu)	4.29	4.31	4.45	4.40	4.32	4.31	4.23	4.23	4.18	4.23	4.25	4.25	4.31
USD/PLN (koniec okresu)	3.82	3.92	4.20	4.18	4.00	4.07	3.97	3.88	3.72	3.70	3.59	3.57	3.65
EUR/USD (koniec okresu)	1.12	1.10	1.06	1.05	1.08	1.06	1.06	1.09	1.12	1.14	1.18	1.19	1.18
Wskaźniki fiskalne													
Def. budżetowy kum. (mld PLN)	20.6	24.6	27.6	46.2	-6.8	-0.9	2.3	0.9	0.2	-5.9	-2.4	-4.9	-
Def. budżetowy kum. (% planu)	37.7%	45.0%	50.4%	84.4%	-11.4%	-1.4%	3.9%	1.5%	0.3%	-8.9%	-3.6%	-7.4%	-

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Prognozy Makroekonomiczne

Tabela 2. Polska - Prognozy średnioterminowe dla gospodarki polskiej

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018P
Najważniejsze wskaźniki								
Nominalny PKB (mld USD)	529	501	524	546	477	469	529	618
Nominalny PKB w walucie krajowej (mld PLN)	1,567	1,629	1,657	1,720	1,799	1,851	1,961	2,080
PKB per capita (USD)	13,738	12,994	13,622	14,199	12,417	12,226	13,821	16,174
Populacja (mln)	38,5	38,5	38,5	38,5	38,5	38,4	38,3	38,2
Stopa bezrobocia (%)	12,5	13,4	13,4	11,5	9,8	8,3	6,8	6,4
Aktywność ekonomiczna								
Realny wzrost PKB (% r/r)	5,0	1,6	1,6	3,3	3,8	2,7	4,1	3,5
Inwestycje (% r/r)	8,8	-1,8	-1,1	10,0	6,1	-7,9	2,8	7,8
Spożycie ogółem (% r/r)	2,0	0,5	0,8	2,8	2,8	3,6	4,0	3,3
Konsumpcja indywidualna (% r/r)	3,3	0,8	0,3	2,6	3,0	3,8	4,6	3,6
Eksport (% r/r)	7,9	4,6	6,1	6,4	7,7	9,0	6,0	5,1
Import (% r/r)	5,8	-0,3	1,7	10,0	6,6	8,9	7,7	6,3
Ceny, pieniądź i kredyt								
Inflacja CPI (% r/r)	4,6	2,4	0,7	-1,0	-0,5	0,8	1,7	2,9
Inflacja CPI (% średnia)	4,3	3,7	0,9	0,0	-0,9	-0,6	2,0	2,4
Płace nominalne (% r/r)	4,9	3,5	2,6	3,8	3,5	4,1	5,3	7,3
Kredyty dla sektora prywatnego (% r/r)	13,9	2,4	4,5	7,6	7,4	5,0	6,5	6,5
Stopa referencyjna NBP (% koniec okresu)	4,50	4,25	2,50	2,00	1,50	1,50	1,50	2,00
WIBOR3M, (% koniec okresu)	4,77	4,21	2,61	2,71	1,65	1,72	1,63	2,90
Rentowność obligacji 10-letnich	5,91	3,73	4,34	2,52	2,95	3,63	3,40	4,20
USD/PLN (Koniec okresu)	4,19	3,53	3,33	3,25	3,08	4,19	3,53	3,33
USD/PLN (Średnia)	3,94	3,71	3,36	3,28	3,14	3,94	3,71	3,36
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,40	4,23	4,13	4,10	4,08	4,40	4,23	4,13
EUR/PLN (Średnia)	4,36	4,25	4,16	4,11	4,09	4,36	4,25	4,16
Bilans płatniczy (mld USD)								
Rachunek bieżący	-27,4	-18,5	-6,7	-11,4	-2,9	-1,0	-4,8	-8,0
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-5,2	-3,7	-1,3	-2,1	-0,6	-0,2	-0,9	-1,3
Saldo handlu zagranicznego	-18,6	-10,5	-0,4	-4,3	2,5	2,1	-1,5	-4,4
Eksport	184,4	181,4	198,1	210,7	191,1	195,7	203,8	211,6
Import	203,0	191,9	198,5	215,0	188,6	193,6	205,2	216,0
Saldo usług	7,2	7,7	10,1	12,1	12,1	15,2	15,8	16,7
Saldo dochodów	-17,2	-15,5	-15,8	-18,6	-16,6	-17,1	-17,4	-17,6
Rezerwy międzynarodowe	89,7	100,3	99,3	94,1	89,4	107,0	115,0	123,0
Finanse publiczne (% PKB)								
Saldo budżetu sektora publicznego (ESA95)	-4,8	-3,7	-4,1	-3,4	-2,6	-2,4	-2,2	-2,8
Saldo pierwotne sektora finansów publicz.	-2,3	-1,0	-1,6	-1,5	-0,8	-0,7	-0,6	-1,1
Dług publiczny (Polska metodologia)	52,0	51,6	53,3	48,1	49,0	52,1	50,5	49,6

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy.

Tabela 3. Polska - Prognozy długoterminowe dla polskiej gospodarki

	2015	2016	2017P	2018P	2019P	2020P
Realny wzrost PKB (% , r/r)	3,8	2,7	4,1	3,5	3,0	2,8
Inflacja CPI (% średnia)	-0,9	-0,6	2,0	2,4	2,8	2,2
Saldo obrotów bieżących (% PKB)	-0,6	-0,2	-0,9	-1,3	-1,4	-1,5
Stopa referencyjna NBP (% , koniec okresu)	1,50	1,50	1,50	2,00	2,50	2,25
USD/PLN (Koniec okresu)	3,95	4,19	3,53	3,33	3,25	3,08
USD/PLN (Średnia)	3,77	3,94	3,71	3,36	3,28	3,14
EUR/PLN (Koniec okresu)	4,29	4,40	4,23	4,13	4,10	4,08
EUR/PLN (Średnia)	4,18	4,36	4,25	4,16	4,11	4,09

Źródło: GUS, NBP, Reuters oraz Citi Handlowy

Biuro Głównego Ekonomisty

Piotr Kalisz, CFA

Główny Ekonomista na region Europy Środkowo-Wschodniej

+48 (22) 692-9633

piotr.kalisz@citi.com

Cezary Chrapek

Starszy Analityk Rynku Walutowego i Obligacji

+48 (22) 692-9421

cezary.chrapek@citi.com

Citi Handlowy

Senatorska 16

00-923 Warszawa

Polska

Fax: +48 22-657-76-80

Osoby zainteresowane otrzymywaniem naszej publikacji prosimy o kontakt:

cezary.chrapek@citi.com

Niniejszy materiał został przygotowany przez Bank Handlowy w Warszawie S.A. wydany jedynie w celach informacyjnych i nie jest zachętą do dokonywania transakcji kupna lub sprzedaży papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych. Materiał nie stanowi analizy inwestycyjnej, analizy finansowej ani innej rekomendacji o charakterze ogólnym dotyczącej transakcji w zakresie instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69 ust. 4 pkt 6 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz nie stanowi „informacji rekomendującej lub sugerującej strategię inwestycyjną” ani „rekomendacji inwestycyjnej” w rozumieniu Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku. Fakty przedstawione w niniejszym materiale pochodzą i bazują na źródłach uznawanych powszechnie za wiarygodne. Bank dołożył wszelkich starań by opracowanie zostało sporządzone z rzetelnością, kompletnością oraz starannością, jednak nie gwarantuje dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadkach, gdyby informacje na podstawie których zostało sporządzone opracowanie okazały się niekompletne. Wszystkie opinie i prognozy wyrażone w niniejszym materiale są wyrazem oceny Banku w dniu ich publikacji i mogą ulec zmianie bez zapowiedzi. Klient ponosi odpowiedzialność za wyniki decyzji inwestycyjnych podjętych w oparciu o informacje zawarte w niniejszym materiale. Wyniki inwestycyjne osiągnięte przez Klienta w przeszłości z wykorzystaniem materiałów przygotowywanych przez Bank nie mogą stanowić gwarancji ani podstawy twierdzenia, że zostaną powtórzone w przyszłości. Bank zaświadcza, że informacje w nim przedstawione dokładnie odzwierciedlają jego własne opinie, oraz że nie otrzymał żadnego wynagrodzenia od emitentów, bezpośrednio lub pośrednio, za wystawienie takich opinii. Ilustracje i przykłady zawarte w danym komentarzu rynkowym mają charakter jedynie poglądowy. Ilustracje i przykłady w danym komentarzu rynkowym zostały przygotowane w oparciu o analizy Banku i modele matematyczne, zatem rzeczywiste wyniki mogą znacznie odbiegać od przyjętych założeń. Bank może zawierać transakcje odwrotne (zabezpieczające) do transakcji zawartych przez Klienta, które to transakcje mogą, choć nie muszą mieć negatywny wpływ na cenę rynkową instrumentu finansowego, stopę procentową, indeks lub inny parametr rynkowy będący podstawą transakcji. Informacje prezentowane odnoszące się do przeszłych notowań lub wyników związanych z inwestowaniem w dany instrument finansowy lub indeks finansowy nie stanowią gwarancji, że notowania lub wyniki związane z inwestowaniem w ten instrument lub indeks będą kształtowały się w przyszłości w taki sam lub nawet podobny sposób. Jakiegokolwiek prezentowane prognozy, opierają się na przyjęciu pewnych założeń, w szczególności, co do przyszłych wydarzeń oraz warunków rynkowych. W związku z tym, że przyjęte założenia mogą się nie spełnić, rzeczywiste notowania oraz wyniki związane z inwestowaniem w prezentowane instrumenty, indeksy lub wskaźniki finansowe mogą w sposób istotny odbiegać od ich prognozowanych wartości. Bank lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. mogą występować, jako emitent lub twórca dla tożsamyh bądź podobnych do opisywanych w niniejszym materiale instrumentów finansowych. Bank posiada odpowiednie procedury i rozwiązania do zarządzania konfliktem interesów. Bank nie występuje w roli doradcy ani pośrednika w zakresie instrumentów finansowych opisanych w niniejszym komentarzu rynkowym. Bank nie opracował niniejszego komentarza rynkowego w oparciu o indywidualną sytuację Klienta i nie dokonał analizy czy jakiegokolwiek instrument finansowy opisany w niniejszym komentarzu rynkowym jest dla Klienta odpowiedni, nawet jeśli Bank posiadał informacje co do odpowiedności określonych instrumentów finansowych, strategii inwestycyjnej itp. Bank zastrzega sobie prawo zaprzestania przekazywania danych komentarzy rynkowych wybranych bądź wszystkim Klientom. Bank (lub inny podmiot zależny od Citigroup Inc. lub jego dyrektorzy, specjaliści lub pracownicy) może być zaangażowany w lub może dokonywać transakcji zarówno kupna jak i sprzedaży instrumentów finansowych opisanych w niniejszym dokumencie. Niniejszy dokument nie może być powielany lub w inny sposób rozpowszechniany w części lub w całości. Nadzór nad działalnością Banku sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego. Niniejszy materiał został wydany jedynie w celach informacyjnych i nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego. Znaki Citi oraz Citi Handlowy stanowią zarejestrowane znaki towarowe Citigroup Inc., używane na podstawie licencji. Spółce Citigroup Inc. oraz jej spółkom zależnym przysługują również prawa do niektórych innych znaków towarowych tu użytych. Bank Handlowy

w Warszawie S.A. z siedzibą w Warszawie, ul. Senatorska 16, 00-923 Warszawa, zarejestrowany w rejestrze przedsiębiorców Krajowego Rejestru Sądowego przez Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie, XII Wydział Gospodarczy Krajowego Rejestru Sądowego, pod numerem KRS 0000001538; NIP 526-030-02-91; wysokość kapitału zakładowego wynosi 522.638.400 złotych; kapitał został w pełni opłacony.
